

新東方 (EDU US)

線上線下齊行，K12 強勁增長持續

❖ **4QFY17 業績超预期。**4QFY17 淨收入同比增長 23%至 4.86 億（美元·下同），較市場一致預測高 2%。Non-GAAP 淨利潤為 6,439 萬，同比增長 41%，較市場一致預測高 3%，受益於利用率提升及成本控制帶動下 Non-GAAP 營業利潤率的改善（4QFY17 12.5% vs. 3QFY17 10.3%）。1QFY18 營收指引為 6.27~6.47 億，同比增長 17%~21%（弱季節效應）。此外，公司宣布派發特別現金股息 0.45 美元/股。看好公司繼續步入加速增長通道，受益於：1）高需求、低市占率下，K12 長期強勁增長動力；2）留學考培增速有望回升（預計 FY18 該板塊營收同比增長達 10%~15%，vs. FY17 同比增長 9%）；3）利用率提升、ASP 優化下，利潤率改善將帶動後期淨利潤的加速增長。

❖ **K12 強勁增長持續。**在留學增速放緩、K12 課後培訓需求旺盛之際，公司從依賴“留學+語言”模式迅速以“優能中學+泡泡少兒”業務切入 K12 業務，進而在維持高收入增長的同時有效提升了利潤率。其中，FY17 K12 課外輔導收入保持高速增长（+44% YoY），推動 K12 收入占比擴大至 55%。該強勁態勢主要受益於：1) **O2O 雙向互動系統滲透**下用戶留存率的提升。2) **12.5% 的學生中心擴張**。此外，FY18 公司計劃進入 2~4 座新城市，并針對現有城市 K12 業務添置 10%~15% 的學習中心。3) **ASP 優化**：每小時平均 ASP 同比增長 7%（其中，優能/泡泡少兒/出國考試培訓 ASP 分別增長 6%/8%/12%）。4) **利用率及續班率的改善**：FY17 利用率提升至 22%（vs. FY16 19%~20%）；泡泡英語/優能學員續班率分別增至 85%/70%（vs. FY16 75%/60%）。公司將堅持市場優化戰略，管理層預計 FY18 利潤同比增長 25%~30%。

❖ **暑期促銷有望提升學生留存率。**公司去年通過暑期促銷進而帶動 3%-4% 的收入增長（但營銷費用并未拉低公司淨利潤率）。管理層表示今天暑期促銷活動重心旨在提升學生留存率，預計將提高約 10 百分點至 50%。我們認為，暑期課程的旺盛需求（e.g. 一線城市單個學生報名課程數量約 2~3 門）及暑期促銷將刺激公司加速高效獲客，而留存率的提升將有望進一步改善營業利潤率。

❖ **雙師課堂加速布局，邊際效應待釋放。**目前公司雙師課堂已擴展至約 20 個城市（FY17 新開設 6 家），預計 FY18 將繼續增加 5~10 個三四線城市教學試點。該模式下平均一名教師能同時對 15~20 個教室進行授課（最高達 39 個教室）。隨著雙師課堂于三四線城市的加速布局，我們認為雙師的擴張將有助於優化教育資源、釋放高邊際效應（理想狀態下毛利率或將較傳統線下班級高 5%）。

❖ **估值。**基于市價，目前公司估值為 34x/26x FY18/19 PE（參考 EPS 市場一致預測），PE 略高于行業平均，但遠低于好未來（TAL US）。我們認為，行業剛需、公司加速增長及管理層穩健指引將有助於釋放公司估值。

財務資料

(截至 5 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17A
營業額(百萬美元)	1,247	1,478	1,800
調整後淨利潤(百萬美元)	209	242	295
調整後 EPS (美元)	1.32	1.54	1.87
EPS 變動 (%)	-8.9	16.7	21.4
市盈率(x)	62.5	54.0	44.3
市帳率(x)	10.7	9.1	7.6
股息率 (%)	0.5	0.0	0.6
權益收益率 (%)	17.2	17.1	17.8
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究預測

未評級

當前股價

US\$79.2

黃群

電話：(852) 3900 0889

郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

教育行業

市值(百萬美元)	13,066
3 月平均流通量 (百萬美元)	104.3
5 周內股價高/低 (美元)	84/37
總股本 (百萬)	157.7

資料來源：彭博

股東結構

Schroders Plc	7.3%
Massachusetts Mutual Life	6.2%
Fil limited	5.4%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	14.4%	9.9%
3-月	27.5%	16.9%
6-月	72.8%	47.8%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

公司網站：www.neworiental.org

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。